

研究员：林建

 有色金属行业
 (8621)64718888-
 1286

世界级先进铜生产商

——江西铜业(600362)深度研究报告

投资要点

铜价将维持震荡向上趋势

铜价经过近期的调整之后，成功突破 5000 美元/吨整数关口。导致大宗商品价格大幅上扬的深层次原因是全球经济复苏预期和通货膨胀预期，铜价未来走势我们依然维持震荡向上的判断。

世界级大型先进铜生产商

江西铜业为世界级的大型先进铜生产商，阴极铜生产能力已经超过 80 万吨/年。江铜矿产资源储备十分丰富，其中铜资源储备 1521 万吨、黄金 405 吨和白银 9098 吨。对于一个矿业生产商而言，资源的储量以及获取资源增量的能力将决定了公司的盈利能力和成长能力。江铜在这两方面都领先于国内同行。

合理估值为 41.51 元/股，维持“推荐”评级

使用绝对估值法，公司保守估值为 25.17 元/股；运用“资源-总市值”估值法，公司每股价值 56.51 元/股，可以视为估值安全边际的上限；我们认为使用 PB 相对估值较为合适，公司未来 6 个月合理股价为 41.52 元/股，维持“推荐”评级。

联系人

张燕华
 (8621)64718888-
 1287
 zhangyanhua@st
 ocke.com.cn
 上海市长乐路
 1219 号长鑫大厦
 18 层(200031)

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	25071.04	41407.39	53972.43	38320.43	49050.15	61803.19
增长率(%)	87.93%	65.16%	30.34%	-29.00%	28.00%	26.00%
归属母公司股东净利润	4744.12	4132.73	2285.10	2347.63	3176.43	4154.75
增长率(%)	156.25%	-12.89%	-44.71%	2.74%	35.30%	30.80%
每股收益(EPS)	1.569	1.367	0.756	0.777	1.051	1.374
销售毛利率	28.81%	14.29%	12.61%	12.61%	12.61%	12.61%
销售净利率	19.25%	10.16%	4.07%	6.23%	6.59%	6.84%
净资产收益率(ROE)	36.85%	22.78%	11.01%	10.40%	12.69%	14.71%
市盈率(P/E)	20.68	23.74	42.94	41.80	30.89	23.62

正文目录

行业篇	4
铜价经过短期调整后加速上涨趋势	4
原油与金属共舞	4
商品与外汇互动:美元指数下挫 商品货币走强	5
表面原因: 美元贬值	5
深层次原因:经济复苏预期和通胀预期	5
公司篇	6
公司简介:世界级大型先进铜生产商	6
股本结构	6
主营业务之三大支柱: 阴极铜、铜材加工和贵金属	6
发展战略	8
资源储备: 十分丰富	8
资源获取途径: 整体上市、海内外并购	9
分红情况	10
限售股解禁	10
2009 年生产计划	11
期货市场风险管理: 值得深思	11
财务分析篇	12
财务纵向对比: 可以判断趋势	12
财务横向对比: 可知优劣	14
估值篇	16
盈利假设	16
盈利预测: 2009 年每股收益 0.777 元	16
“资源-总市值”估值法: 56.51 元/股	17
绝对估值: 25.17 元/股	17
相对估值法: 41.52 元/股	18
投资评级: 推荐(维持)	19
风险提示	19
相关研究报告	20

图目录

图 1: LME铜最近有加速上涨趋势	4
图 2: 铜仍是最强势有色金属品种	4
图 3: 原油与金属共舞	4
图 4: 美元指数加速下挫	5
图 5: 商品澳元大幅升值	5
图 6: 过去 4 年江铜营业收入结构	7
图 7: 江铜 2008 年收入结构图	7
图 8: 华东地区 98%硫酸出厂价走势图	7
图 9: 营业收入增长情况	12
图 10: 净利润增长情况	12
图 11: 2009 年 1 季度开始扭亏为盈	13
图 12: 公司历年综合毛利率走势图	13
图 13: 公司各业务板块盈利毛利率走势图	13
图 14: 铜上市公司营业收入同比增长	14
图 15: 铜上市公司净利润同比增长	14
图 16: 铜上市公司盈利能力对比	15
图 17: 江西铜业PB-Band	19
图 18: 江西铜业AH股比价走势图	20

表目录

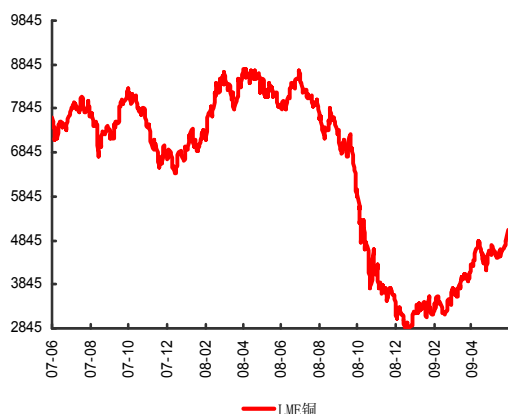
表 1: 2009 年公司股本结构	6
表 2: 2008 年公司收入构成及毛利率水平	8
表 3: 江西铜业资源储备情况	9
表 4: 黄金资源横向对比	9
表 5: 江西铜业历年分红情况 单位:千元	10
表 6: 江铜限售股解禁情况	11
表 7: 盈利预测假设条件	16
表 8: 财务和估值数据摘要	16
表 9: 资源-总市值估值表	17
表 10: FCFF绝对估值假设条件与预测结果	17
表 11: FCFF估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析	18
表 12: 有色金属PB横向对比	18
表 13: 报表预测	20
表 14: 财务分析和估值指标汇总	21

行业篇

铜价经过短期调整后加速上涨趋势

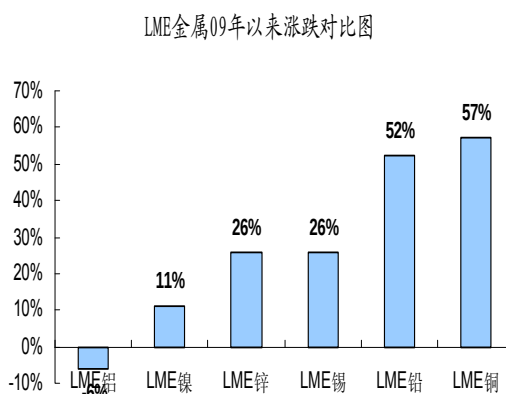
铜价经过近一个多月的调整之后，最近有加速上涨趋势，6月2日最高到达5145美元/吨，成功突破5000美元整数关口。与其他基本金属相比，自2009年以来，铜依然是最强势的有色金属品种，涨幅为57%；铝最为弱势，涨幅为-5%。

图 1: LME 铜最近有加速上涨趋势



资料来源:wind 资讯

图 2: 铜仍是最强势有色金属品种

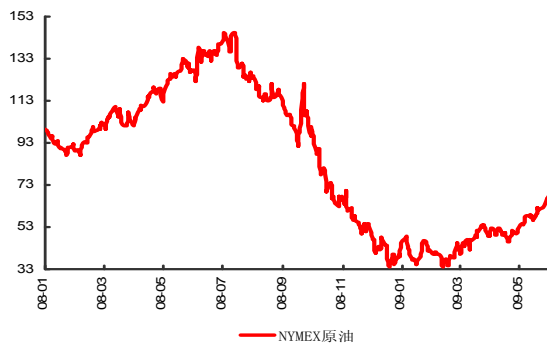


资料来源:wind 资讯

原油与金属共舞

原油作为大宗商品的龙头，其涨跌波动与有色金属呈现正相关关系。2008 年底布兰特原油跌至 36 美元/桶，在底部盘整之后上升至当前的 68 美元/桶，涨幅为 89%。原油价格的上涨作为经济复苏的一个强烈信号，也带动了铜价的上扬。

图 3: 原油与金属共舞

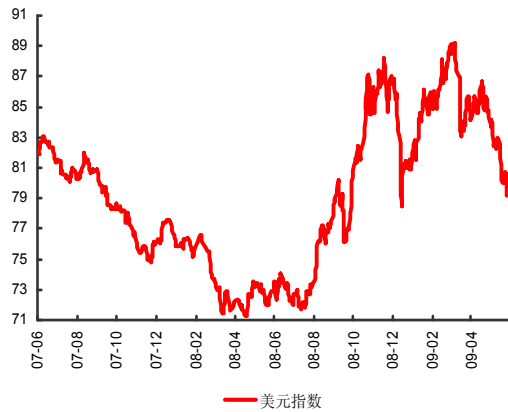


资料来源:wind 资讯

商品与外汇互动:美元指数下挫 商品货币走强

大宗商品以美元计价，美元的贬值提振了有色金属价格的上扬。而金属价格的上涨，使得商品货币澳元走强。金属和外汇就这样相互影响着。

图 4:美元指数加速下挫



资料来源:wind 资讯

图 5: 商品澳元大幅升值



资料来源:wind 资讯

表面原因: 美元贬值

从表面来看，由于美元贬值，导致原油价格上涨，从而带动有色金属价格上涨，进而商品货币澳元迅速走强。

深层次原因:经济复苏预期和通胀预期

我们认为，导致大宗商品价格大幅上扬的深层次原因是全球经济复苏预期和通货膨胀预期(具体论述过程请参考作者的相关报告《铜 金属反弹急先锋》2009 年 4 月 13 日)。铜价未来走势我们依然维持震荡向上的判断。

公司篇

公司简介:世界级大型先进铜生产商

江西铜业为世界级的大型先进铜生产商, 阴极铜生产能力已经超过 80 万吨/年, 2008 年生产阴极铜 70.2 万吨, 铜材产量为 46.2 万吨, 生产黄金 16.3 吨, 公司及其子公司拥有和控股的优质资产主要包括:

- 六座矿山: 德兴铜矿、永平铜矿、城门山铜矿、武山铜矿、东乡铜矿和银山铅锌矿。
- 一座国内规模最大、技术最先进、环保最好的粗炼及精炼铜冶炼厂——贵溪冶炼厂。
- 六个现代化铜材加工厂: 江西铜业铜材有限公司、江西铜业铜合金有限公司、江铜-耶兹铜箔有限公司、江铜-台意特种电工材料有限公司、江铜龙昌精密铜管有限公司及江铜集团铜材有限公司、位于西南的四川康西铜业有限公司。
- 两家技术先进的硫酸厂: 江西省江铜-瓮福化工有限责任公司和江西铜业集团化工有限公司。

股本结构

江西铜业股份有限公司是由江西铜业集团公司与香港国际铜业(中国)投资有限公司、深圳宝恒股份有限公司、江西鑫新实业股份有限公司以及湖北三鑫金铜股份有限公司于 1997 年 1 月 24 日共同发起设立的股份有限公司。1997 年 6 月 12 日公司 H 股在香港联合交易所挂牌上市, 同时也在伦敦证券交易所作第二上市。2002 年 1 月 11 日公司 A 股在上海证券交易所上市交易。2003 年 10 月 6 日公司 H 股又以一级存托凭证方式(ADR)在美国进行柜台交易。

表 1: 2009 年公司股本结构

股本结构	股东名称	股数(股)	比例(%)
流通 A 股		353,276,834	11.7
流通 H 股		1,387,482,000	45.9
限售 A 股		1,282,074,893	42.4
其中: 控股股东	江西铜业集团公司	1,282,074,893	42.4
总股本		3,022,833,727	100.0

资料来源:wind资讯 公司公告

主营业务之三大支柱: 阴极铜、铜材加工和贵金属

纵观过去 4 年, 基本金属(主要是阴极铜)、铜材加工以及贵金属成为公司收入的三大支柱。在过去 4 年里阴极铜销售收入占比维持在 44%左右, 铜材加工收入占比约为 40%, 贵金属收入占比为 8%左右。

图 6: 过去 4 年江铜营业收入结构

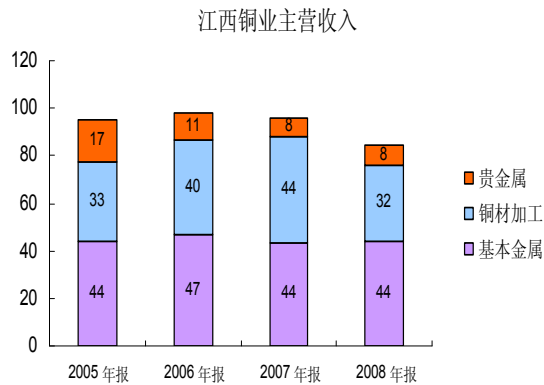
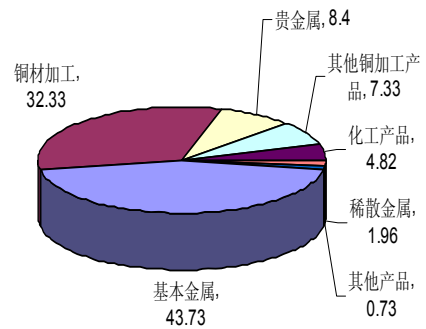


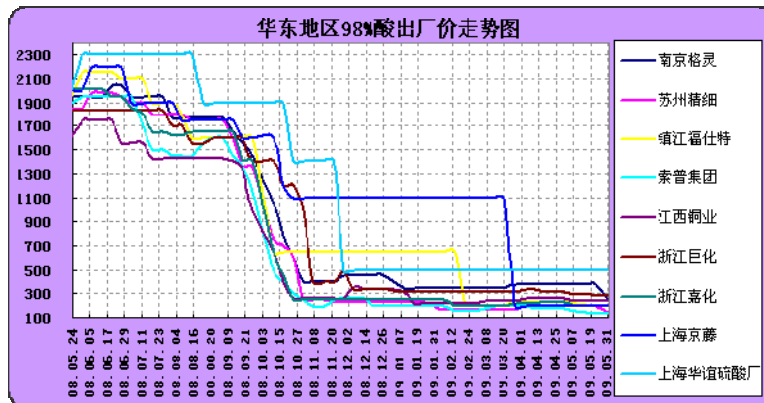
图 7: 江铜 2008 年收入结构图



资料来源: wind 资讯

江铜 2008 年共生产硫酸 218 万吨、硫精矿 155 万吨。硫酸在铜冶炼过程中作为一般的衍生品,通常对公司业绩的影响甚微,但在 2008 年由于原油的高价以及下游化肥行业的景气,导致硫酸价格最高上涨至 2000 元/吨,硫酸的高价使得公司硫酸毛利率高达 77%,化工产品实现营业利润 19.99 亿元,占公司总营业利润的 29%。因此,在对公司盈利预测过程中,我们需要考虑硫酸的价格因素。

图 8: 华东地区 98%硫酸出厂价走势图



资料来源: 中华商务网

另外一个值得注意的喜人现象是江铜实现了对分散金属的回收,成为中国最大的分散金属生产厂之一,2008 年生产标准钼精矿(平均品位 45%)3,106 吨、钨产品约 351 吨、铼酸铵 2,810 千克、精碲 41 吨、精铋 449 吨。虽然分散金属的收入占比仅为 1.96%,但由于毛利率高达 71%,2008 年共实现营业利润 7.52 亿元,占营业利润总额的 11%。要知道,这些分散金属在过去由于冶炼技术的原因直接随着废料排放掉,分散金属的回收既提高了公司的盈利能力,又为国家节约了宝贵资源。

表 2: 2008 年公司收入构成及毛利率水平

收入构成	毛利率 %
有色金属	5.6
铜材加工	6.01
贵金属	28.04
其他铜加工产品	4.14
化工产品	76.83
稀散金属	71.01
其他产品	57.29
其他	5.85

资料来源：公司公告

发展战略

公司制定了“发展矿山、巩固冶炼、精深加工、相关多元”的发展战略，并致力于战略的稳步实现。

关于“发展矿山”我们将在后面进行详细论述，这里先简要介绍“铜材加工和金属多元化”战略。

铜材加工：如火如荼

公司铜加工产品种类丰富，涉足技术含量较高的铜管、铜箔和漆包线等领域，形成较为完整的铜加工产品系列，铜加工产能从原有的年产 37 万吨增加到目前的年产 45 万吨以上。

金属多元化战略：稀散金属、铅锌和稀土

公司收购控股股东江铜集团从事钼、硒、铼、碲、铋等稀贵金属业务使公司成为国内最大的稀散金属生产商之一。与此同时，在海内外进行铅锌、稀土矿的并购活动。多金属战略的实施增强了公司抵御周期性风险的能力。

资源储备：十分丰富

金属价格的上涨，那些拥有上游资源的公司将更能从价格上涨中受益，因为在采冶成本相对稳定情况下，金属价格上升将直接提升公司的盈利能力；其次，丰厚的资源储备也将利于公司的长久稳定经营。

江铜矿产资源储备十分丰富，是中国的必和必拓：

- 国内方面，公司拥有 100%权益的资源储备有：铜金属 1,114 万吨，黄金 363 吨，银 9,098 吨，钼 27.7 万吨，伴生硫及共生硫 10,390 万吨；
- 国际方面，公司联合其他公司所控制的资源按公司所占权益计算的资源储备约为：铜 407 万吨、黄金 42.16 吨。

通过横向对比，我们更能体会江西铜业在资源储备方面的竞争优势：

- 铜方面，江铜的储量是为云铜（储量为 1000 万吨）的 1.5 倍，为铜陵有色（储量为 209 万吨）的 7.3 倍；
- 资源储备的不同，导致各公司铜精矿的自给率亦有所不同，即使考虑江铜

这几年产能的大幅扩张，江铜铜矿的自给率也能达到 25% 左右，高于云南铜业（15% 左右）和铜陵有色（6%）。

- 黄金方面，江铜的储量是山东黄金的 2.7 倍，为中金黄金的 1.38 倍。

表 3: 江西铜业资源储备情况

	铜(万吨)	黄金(吨)	白银(吨)	钼(万吨)	硫(万吨)
国内权益储量	1,114	363	9,098	28	10,390
国际权益储量	407	42			
合计	1,521	405	9,098	28	10,390

资料来源:公司公告

表 4: 黄金资源横向对比

公司名称	黄金资源(吨)	倍数
紫金矿业	638.19	0.63
中金黄金	292.44	1.38
山东黄金	150	2.70
恒邦股份	35.97	11.26
辰州矿业	29.09	13.92
江西铜业	405	1.00

资料来源: 浙商证券

资源获取途径: 整体上市、海内外并购

资源储备如此的丰富，江铜是如何获取的呢？途径有二：整体上市和海内外并购。

十年三步实现整体上市

- 1997 年和 2001 年江西铜业先后成功在 H 股和 A 股两地上市，是江铜集团走向整体上市的第一步。通过两地上市，江铜集团将旗下的德兴铜矿、永平铜矿及贵溪冶炼厂等优质资产注入了江西铜业之中；
- 2007 年 3 月，江西铜业定向增发 2.9 亿股 A 股，是江铜集团实现整体上市的第二步。借此，江铜集团旗下的城门山铜矿资产、香泗站资产、铜合金公司、铜材公司、运输公司、化工公司等优质资产顺利注入上市公司；
- 2008 年 7 月 29 日公司分离交易可转换债券申请获得中国证监会审核通过，是江铜集团实现整体上市的第三步，至此江铜集团实现了整体上市。

整体上市对于江铜集团未来的发展具有极其重要的意义，可以消除关联交易，使得整个集团的管理更上台阶，具备更强的实力参与国际竞争。

国内并购: 染指铅锌和稀土

江铜集团不只希望能够在铜方面做大做强，还希望“染指”更多的有色金属，铅锌矿就是江铜集团希望重点获取的资源之一。2006 年 5 月，江铜集团联合中国黄金集团投资 1.3 亿元共同开发九江金鸡窝铜矿项目，该项目铜储量达到 29 万吨，铅锌储量 20 万吨，伴生银储量 617 吨。

2008 年 6 月 25 日,江铜集团以 4.3 亿元的价格拿下了全球第二大稀土矿基地——四川冕宁牦牛坪稀土矿 2.94 平方公里的采矿权,该基地的稀土矿储量达到 186 万吨。

海外并购: 联合出击

由于海外并购经验的欠缺,江铜采取了“狼群”策略:联合其他具有海外并购经验的中国企业(如中国五矿和中冶集团等)进行并购,既积累了经验又降低了海外并购潜在的巨大风险。

2007 年 12 月 5 日,江铜联合五矿有色金属股份有限公司与加拿大北秘鲁铜业公司(简称“NPC”)签订要约收购协议,以总价款 4.55 亿加元现金要约收购 NPC 全部已发行股份。

2008 年 5 月,江铜联合中冶集团以 8.08 亿美元的价格拿下阿富汗艾娜克铜矿的勘探及开采权。艾娜克铜矿的铜储藏量为 1100 万吨,矿石量为 7.05 亿吨,平均含铜 1.56%,建成以后将形成不低于 20 万吨铜金属量的生产规模。

下一个并购目标是谁?

在行业低迷阶段,矿山资产价格相对低廉,正是进行资源抄底的好时机,江铜下一个并购目标是谁呢?剑指七宝山铁矿。

公司管理层在 2008 年的年中工作会上透露,要“通过资本运作,争取江西七宝山铁矿纳入公司管理,利用其铅锌资源”。江西七宝山铁矿位于江西省宜春市,是一家国有中型有色金属矿山,能提供铜、铅、锌、硫等精矿产品。

分红情况

以往 3 年江铜平均现金分红比率为 25%。

表 5: 江西铜业历年分红情况 单位: 千元

分红年度	现金分红的数额(含税)	分红年度的归属于母公司股东的净利润	比率(%)
2005	555,847	1,876,953	29.61
2006	1,158,015	4,623,520	25.05
2007	906,850	4,132,735	21.94
合计	2,620,712	10,633,208	24.65

资料来源: 公司公告

限售股解禁

大量限售股解禁上市,将有可能打破股票的供求关系而对股价起承压作用。据统计,2009 年江铜没有限售股解禁压力。

表 6: 江铜限售股解禁情况

上市日期	上市股份数量(股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)	上市股份类型
2010-9-27	1,282,074,893	362.91	42.41	定向增发机构配售股份, 股权分置限售股份
2008-10-6	70,756,048	20.03	2.34	定向增发机构配售股份
2007-4-19	1,920,786	0.68	0.07	股权分置限售股份
2006-4-19	50,600,000	18.03	1.75	股权分置对价股份

资料来源: wind 资讯

2009 年生产计划

2009 年公司计划生产阴极铜 80 万吨、黄金 20 吨、白银 430 吨、硫酸 220 万吨、铜精矿含铜 16.7 万吨、铜杆线及其他铜加工产品 48 万吨。

期货市场风险管理: 值得深思

根据江西铜业年报, 公司 2008 年遭遇 13.63 亿的套保损失, 其中商品期货合约交易平仓亏损达到了 9.72 亿元, 占利润总额的 32%, 相当于每股收益 (税后) 损失 0.24 元; 另外, 商品期货合约公允价值变动损失 (浮动亏损) 3.91 亿元, 占利润总额的 13%, 影响每股收益 (税后) 0.10 元。

公司解释多头头寸形成的原因是为了锁定公司铜冶炼及铜加工产品原料的成本, 该等多头头寸都有相应的等量的铜原料购销合同或铜杆线销售合同等实物订单为基础, 因此, 期货市场上的损失, 将可以从现货的盈利中得到补偿。

横向对比来看, 在有色金属价格暴跌的 2008 年, 同行业的铜陵有色以及其他大部分有色金属上市公司在期货市场进行套期保值都出现盈利或者浮盈, 而江铜却出现巨额亏损, 公司在期货市场的风险管理需进一步加强; 其次, 从过往历史来看, 公司期货业务操作失败案例居多, 这亦值得深思。

财务分析篇

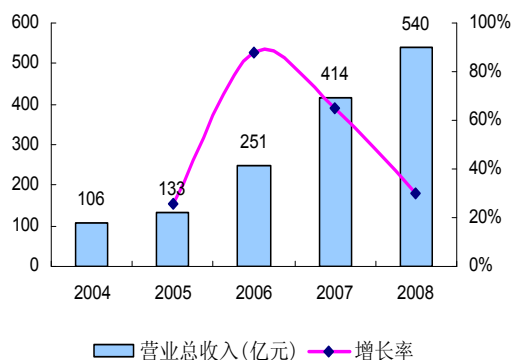
财务纵向对比：可以判断趋势

有色金属行业是强周期性行业，通过纵向财务对比，我们可以更容易看清公司的发展趋势。

成长能力分析：业绩与铜价紧密相关

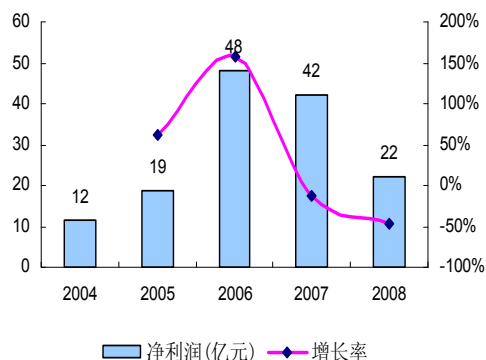
公司的营业收入增长与铜价的走势密切相关。2003 年开始的波澜壮阔的商品大牛市，一直持续到 2006 年，铜价从 2003 年的 1550 美元/吨上涨至 2006 年的 8790 美元/吨，涨幅高达 467%。铜价的飞涨带动了江铜业绩的快速上升，2006 年达到了近年来的峰值，营业收入增长率为 88%，净利润增长率为 157%。随着 2007 年和 2008 年前 3 季度铜价的高位盘整，公司 2007 年收入增速下滑；2008 年金融危机爆发之后，由于计提存货跌价损失准备，2008 年净利润甚至出现了-48%的增速。由此可见，铜价的波动是影响公司收入和利润变动的最主要原因之一。

图 9：营业收入增长情况



资料来源：wind 资讯

图 10：净利润增长情况



资料来源：wind 资讯

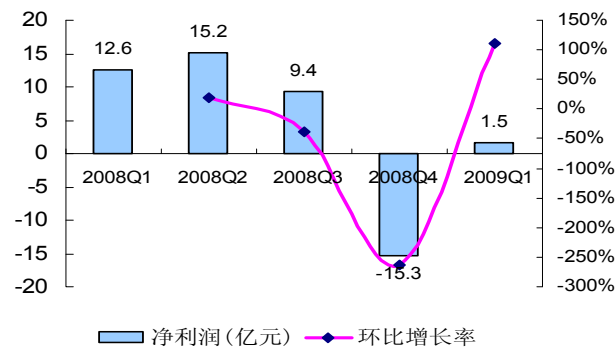
净利润：2008 年 4 季度是业绩底部

从单季度来看，由于公司计提大量资产减值准备，以及在期货市场上套期保值出现大额亏损，公司 2008 年 4 季度净利润亏损 15.3 亿元，环比跌幅高达 263%。

2009 年 1 季度，随着国储局收储精铜，“中国因素”刺激了铜价触底反弹，导致 2008 年 4 季度所计提的存货跌价准备部分得以转回，以及期货市场上的多单实现盈利，公司 2009 年 1 季度实现净利润 1.5 亿元，环比增长 110%。

随着全球经济的逐步复苏，铜价随着需求的回暖而上扬，我们预计 2009 年 2 季度公司盈利将进一步扩大，2008 年 4 季度基本可以确认为公司业绩底部。

图 11: 2009 年 1 季度开始扭亏为盈

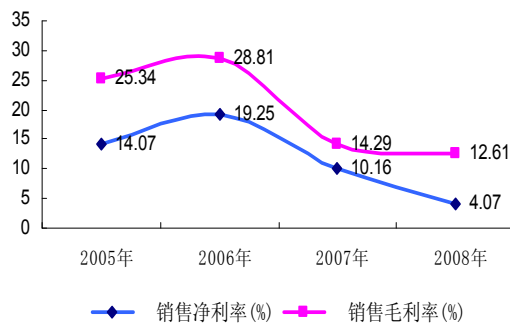


资料来源: wind 资讯

盈利能力分析: 贵金属业务盈利最为稳定

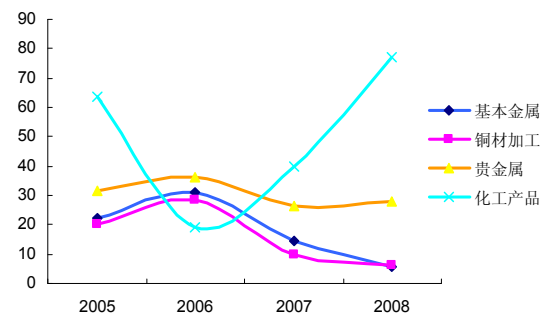
通过各业务板块毛利率的纵向对比,我们发现贵金属的盈利能力最为稳定,近 4 年平均毛利率为 30%左右,这主要得益于黄金价格的高位运行;化工产品(主要为硫酸)近两年呈现上升趋势,2008 年毛利率甚至高达 77%,硫酸的高价部分弥补了冶炼费用 TC/RC 的下跌所导致的损失;基本金属和铜材加工方面近两年呈现下滑趋势,由于这两大块业务权重较大,直接导致公司综合毛利率的下滑。

图 12: 公司历年综合毛利率走势图



资料来源: wind 资讯

图 13: 公司各业务板块盈利毛利率走势图



资料来源: wind 资讯

小结

通过财务纵向对比分析,我们发现:

- 公司收入增长呈现下滑趋势,而盈利增长出现了拐点;
- 盈利能力方面,贵金属最为稳定,而铜生产和加工则出现下滑。

公司业绩的下滑主要归因于行业的周期性特征,但随着金融危机的逐步退去,我们认为商品市场将会继续走牛,公司的收入和盈利亦将迎来新的上升周期。

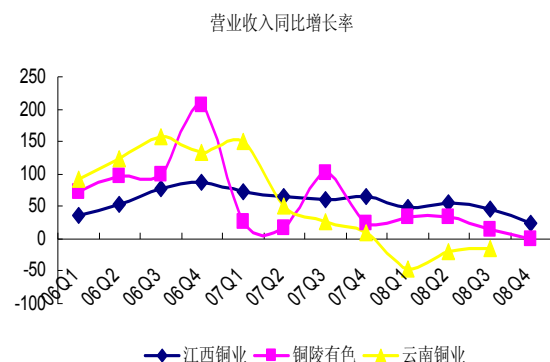
财务横向对比：可知优劣

财务纵向分析可以判断走势，而财务横向对比能发现公司的竞争优势或劣势。

成长能力：江铜经营更为稳健

营业收入增长方面，江西铜业和铜陵有色近年来维持相对稳定的增长态势，成长性最好的为江西铜业（2008 年营业收入增长 25%），次之为铜陵有色（2008 年营业收入增长 1%），而云南铜业由于众所周知的管理层问题，自 2008 年 1 季度以来营业收入为负增长，2008 年 3 季度增长率为-16%。

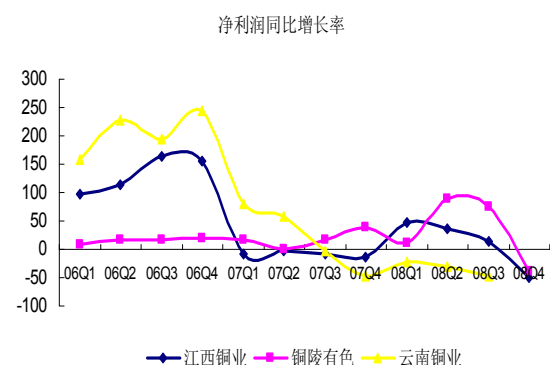
图 14：铜上市公司营业收入同比增长



资料来源：wind 资讯 浙商证券

净利润增长方面，2008 年 3 季度以来由于受到金融危机的冲击，金属价格大幅下挫，上市公司净利润增长出现大幅下挫，江西铜业和铜陵有色 08 年同比出现负增长，分别为-50%和-38%。

图 15：铜上市公司净利润同比增长

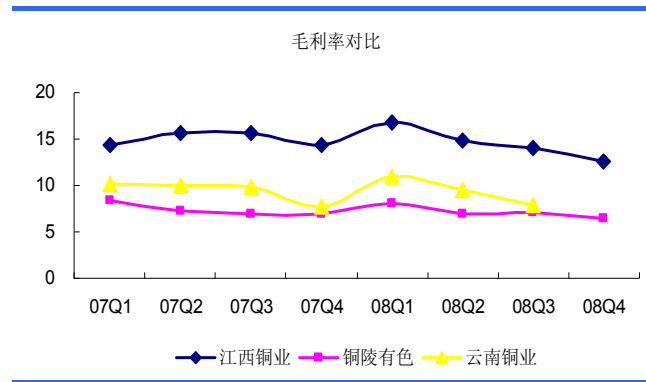


资料来源：wind 资讯 浙商证券

盈利能力：江铜盈利能力最强

资源储备不同，铜精矿的自给率亦不同，导致上市公司的盈利能力存在差异，盈利能力最强的是江西铜业（2008 年综合毛利率为 13%），云南铜业和铜陵有色铜精矿自给率稍低，毛利率也相对较低，综合毛利率为 7%左右。

图 16: 铜上市公司盈利能力对比



资料来源：wind 资讯 浙商证券

小结

对于一个矿业生产商而言，资源的储量以及获取资源增量的能力将决定了公司的盈利能力和成长能力。江铜在这两方面都领先于国内同行。

估值篇

盈利假设

在盈利预测之前，我们先做以下假设：

- 1) 沪铜 2009 至 2011 年均价分别为 39000 元/吨、50000 元/吨和 63000 元/吨，铜价涨幅分别为-29%、28%和 26%；
- 2) 黄金价格 2009 年至 2011 年维持高位震荡趋势，均价为 200 元/克；
- 3) 未来 3 年阴极铜平均产量为 80 万吨；
- 4) 未来 3 年铜材加工量平均为 46 万吨
- 5) 未来 3 年黄金产量平均为 20 吨。

表 7: 盈利预测假设条件

	2008A	2009E	2010E	2011E
沪铜均价（元/吨）	54,800	39,000	50,000	63,000
黄金（元/克）	195	200	200	200
硫酸（吨/元）	1100	300	400	400
阴极铜产量(万吨)	70.2	80	80	80
铜材加工量(万吨)	46.2	45	46	47
黄金产量(吨)	16.3	20	20	20
硫酸产量（万吨）	218	248	250	250

资料来源：浙商证券

盈利预测：2009 年每股收益 0.777 元

在以上的假设前提下，我们预测 2009 年至 2011 年公司分别实现营业收入 38.32 亿元、49.05 亿元和 61.80 亿元，分别同比增长-29%、28%和 26%；分别实现每股收益 0.78 元、1.05 元和 1.37 元。

表 8: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	25071.04	41407.39	53972.43	38320.43	49050.15	61803.19
增长率(%)	87.93%	65.16%	30.34%	-29.00%	28.00%	26.00%
归属母公司股东净利润	4744.12	4132.73	2285.10	2347.63	3176.43	4154.75
增长率(%)	156.25%	-12.89%	-44.71%	2.74%	35.30%	30.80%
每股收益(EPS)	1.569	1.367	0.756	0.777	1.051	1.374
每股股利(DPS)	0.000	0.383	0.300	0.175	0.237	0.310
销售毛利率	28.81%	14.29%	12.61%	12.61%	12.61%	12.61%
销售净利率	19.25%	10.16%	4.07%	6.23%	6.59%	6.84%
净资产收益率(ROE)	36.85%	22.78%	11.01%	10.40%	12.69%	14.71%
投入资本回报率(ROIC)	52.97%	27.06%	10.34%	12.64%	16.17%	15.05%
市盈率(P/E)	20.68	23.74	42.94	41.80	30.89	23.62
股息率(分红/股价)	0.000	0.012	0.009	0.005	0.007	0.010

资料来源:wind 资讯

“资源-总市值”估值法：56.51 元/股

根据公司所拥有的资源储量与可比上市公司所对应的总市值进行比较,从而可以估算出江铜的大概总市值, 然后除以总股本, 就可以估算出每股合理价值。

截止 2008 年底, 江铜拥有的权益铜资源储量为 1521 万吨, 是可比上市公司云南铜业铜资源储量 700 万吨的 2.2 倍, 而当前云南铜业的总市值为 287 亿元, 据此可以估算出江铜在铜资源方面的对应市值为 623.6 亿元。同理, 分别计算出黄金和钼金属资源的对应市值分别为 979.6 亿元和 103.6 亿元。由此可以计算出江铜理论上的总市值为 1706.7 亿元, 按 30.2 亿元的总股本摊薄, 折合每股价格为 56.51 元。

以上估算方法的合理性需要满足苛刻的假设前提: 资源的同质性 (即开采成本相同等), 且折现方法一致。而事实上, 山东黄金的矿山黄金含量高, 而江铜的黄金多为伴生, 因此山东黄金的开采成本肯定比江铜低; 即使其他条件相同, 同一矿山的开采速度不同, 导致资源的折现值也不同。因此, “资源-总市值”估值方法仅仅可以给投资者一个理想状态下当前江铜的参考估值上限: 56.51 元左右。

表 9: 资源-总市值估值表

主要金属	股票代码	公司名称	金属储量	总市值(亿元)	江铜储量	对应市值(亿元)
铜(万吨)	000878	云南铜业	700	287	1521	623.6
黄金(吨)	600547	山东黄金	150	362.8	405	979.6
钼(万吨)	601899	金钼股份	123	455	28	103.6

资料来源: 浙商证券 市值更新至 2009 年 6 月 2 日

绝对估值: 25.17 元/股

在一定的假设前提下, 我们运用 FCFF 估值法得出企业的价值为 839.9 亿元, 股权价值为 760.9 亿元, 公司合理股价为 25.17 元/股。

表 10: FCFF 绝对估值假设条件与预测结果

参数	假设值	项目	估值结果	比重
Rf	3.50%	永续增长率	5.00%	
Rm	10.50%	预测期现值	1,416,243.16	16.86%
β 系数	1.35	过渡期现值	1,183,318.15	14.09%
Ke	12.94%	永续期现值	5,799,524.38	69.05%
Kd	5.50%	企业价值	8,399,085.69	
税率	25.00%	股权价值	7,609,386.98	
D/(D+E)	45.00%	总股本(万股)	302,283.37	
WACC	8.97%	每股价值(元)	25.17	

资料来源: 浙商证券

表 11: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	3.92%	4.11%	4.32%	4.54%	4.76%	5.00%	5.25%	5.51%	5.79%	6.08%	6.38%
8.69%	22.17	22.89	23.72	24.67	25.79	27.11	28.69	30.62	33.02	36.08	40.12
9.13%	20.27	20.85	21.52	22.29	23.18	24.21	25.43	26.90	28.69	30.92	33.76
9.58%	18.58	19.06	19.61	20.23	20.94	21.76	22.72	23.85	25.21	26.87	28.93
10.06%	17.08	17.48	17.92	18.43	19.00	19.66	20.42	21.30	22.35	23.61	25.15
10.57%	15.73	16.06	16.43	16.84	17.31	17.84	18.44	19.15	19.97	20.94	22.10
8.97%	20.91	21.54	22.26	23.09	24.05	25.17	26.51	28.12	30.10	32.58	35.79
11.65%	13.42	13.65	13.90	14.18	14.49	14.84	15.24	15.69	16.21	16.81	17.50
12.23%	12.43	12.62	12.83	13.06	13.31	13.60	13.92	14.29	14.70	15.18	15.73
12.84%	11.52	11.68	11.85	12.04	12.26	12.49	12.76	13.05	13.39	13.77	14.21
13.49%	10.69	10.82	10.97	11.13	11.30	11.50	11.71	11.96	12.23	12.53	12.88
14.16%	9.93	10.04	10.16	10.29	10.44	10.60	10.78	10.98	11.20	11.45	11.73

资料来源：浙商证券

相对估值法：41.52 元/股

对于强周期性行业，在行业底部或者从底部开始复苏阶段，行业整体盈利能力较弱，企业往往处于亏损或者开始扭亏为盈，此时市盈率 PE 估值法将会失效，而使用市净率 PB 估值法则更为合适。

通过横向对比，我们发现当前有色金属行业平均市净率为 5.63 倍，考虑江西铜业所处的行业龙头地位、丰富的资源储备以及出色的获取资源能力，我们给予江西铜业高于有色平均的 6 倍 PB 估值水平，公司 2009 年 1 季度每股净资产为 6.92 元，据此可以计算出公司合理股价为 41.52 元。

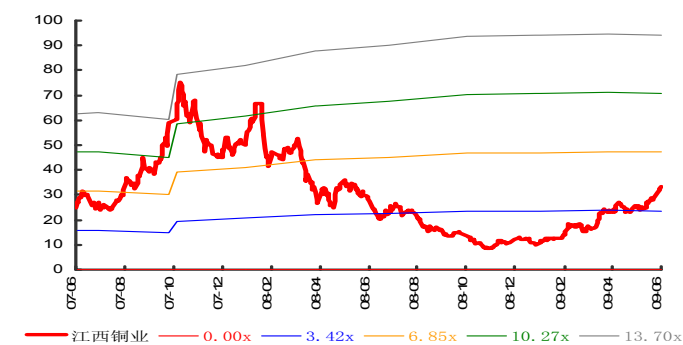
表 12: 有色金属 PB 横向对比

代码	简称	最新价	P/B
			2008-12-31
000060.SZ	中金岭南	21.70	6.23
000630.SZ	铜陵有色	20.99	4.68
000657.SZ	*ST 中钨	7.58	5.09
000751.SZ	*ST 锌业	5.37	3.45
000762.SZ	西藏矿业	23.15	10.42
000878.SZ	云南铜业	22.44	7.90
000960.SZ	锡业股份	23.97	6.38
000962.SZ	东方钨业	11.42	3.27
002114.SZ	罗平锌电	14.50	5.69
002149.SZ	西部材料	33.18	10.97
002167.SZ	东方锆业	26.00	7.57
002171.SZ	精诚铜业	13.68	3.98
002182.SZ	云海金属	14.90	3.27
002203.SZ	海亮股份	13.09	3.80

600111.SH	包钢稀土	20.93	10.32
600255.SH	鑫科材料	7.19	3.07
600331.SH	宏达股份	17.42	8.15
600362.SH	江西铜业	32.46	4.73
600432.SH	吉恩镍业	22.36	6.36
600456.SH	宝钛股份	23.71	2.67
600497.SH	驰宏锌锗	21.58	7.17
600531.SH	豫光金铅	16.97	4.07
600549.SH	厦门钨业	19.00	6.56
600961.SH	株冶集团	11.91	3.19
601168.SH	西部矿业	16.03	3.81
601958.SH	金钼股份	14.84	3.49
行业均值		18.32	5.63

资料来源: wind 资讯 股价更新至 2009-6-4

图 17: 江西铜业 PB-Band



资料来源: wind 资讯

投资评级: 推荐 (维持)

我们认为,运用绝对估值方法得出的 25.17 元可以作为估值安全边界的下限;而“资源-总市值”方法得出的 56.51 元作为估值的上限;基于全球经济复苏的前景以及通货膨胀的预期,铜所具有的金属属性和金融属性将提振铜价,而拥有丰富铜资源储备的江西铜业将从中受益最大,我们认为使用相对估值法更为合理,上调公司未来 6 个月目标价至 41.52 元,维持“推荐”评级。

风险提示

铜价波动

通过以上分析可知,铜价的波动对铜上市公司的盈利能力和资产负债状况影响较大,投资者需要密切关注铜价的波动。

美元指数变动

由于大宗商品以美元为标价,美元指数与大宗商品走势通常呈现负相关关系,美元走强,金属将因此而承压。

江西铜业 AH 比价效应

通过对近 2 年江西铜业 AH 股比价的统计发现, AH 股平均比价为 2.26 倍, 而当前 AH 股比价为 2.70 倍, 略高于平均水平。由于江西铜业存在 AH 股比价效应, 且当前比价处于相对高位, 这对 A 股股价起到抑制作用。

图 18: 江西铜业 AH 股比价走势图



资料来源: 浙商证券 注: AH 股比价=A 股股价/H 股股价, 没有据人民币兑港元汇率作出调整

相关研究报告

- 1 《铜行业深度研究报告: 铜 金属反弹急先锋》 2009-4-13
- 2 《2008 年报及 2009 年 1 季报解读: 黄金最为稳定 铜最先扭亏》 2009-5-4
- 3 《有色金属产业振兴规划点评: 强者更强 关注行业龙头》 2009-5-12

表 13: 报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	25071.04	41407.39	53972.43	38320.43	49050.15	61803.19
减: 营业成本	17846.96	35491.14	47166.03	33487.88	42864.48	54009.25
营业税金及附加	58.15	126.78	279.00	198.09	253.55	319.48
营业费用	106.21	149.37	268.38	190.55	243.91	307.32
管理费用	560.05	601.84	1062.43	754.32	965.53	1216.57
财务费用	181.18	241.77	386.83	231.76	140.66	41.57
资产减值损失	69.36	-13.54	738.39	264.74	264.74	264.74
加: 投资收益	-469.22	73.52	-988.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-19.28	32.11	-78.96	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5760.63	4915.67	3003.44	3193.09	4317.27	5644.26
加: 其他非经营损益	-29.74	8.78	-5.39	-8.79	-8.79	-8.79
利润总额	5730.89	4924.45	2998.05	3184.30	4308.49	5635.47
减: 所得税	905.55	718.44	800.53	796.08	1077.12	1408.87
净利润	4825.34	4206.00	2197.52	2388.23	3231.37	4226.60
减: 少数股东损益	81.22	73.27	-87.59	40.60	54.93	71.85

归属母公司股东净利润	4744.12	4132.73	2285.10	2347.63	3176.43	4154.75
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	-57.49	1995.21	3969.02	7107.99	490.50	3761.50
应收和预付款项	3821.59	5971.29	6124.60	2314.64	8487.59	5123.22
存货	6146.77	8939.92	6886.05	7019.31	10779.56	11647.02
其他流动资产	38.75	54.70	578.01	578.01	578.01	578.01
长期股权投资	109.61	648.76	525.12	525.12	525.12	525.12
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	8957.26	10664.34	14053.06	12816.94	11982.87	10948.80
无形资产和开发支出	445.70	653.26	1151.54	1024.42	897.30	770.18
其他非流动资产	10.00	290.00	400.28	400.28	400.28	400.28
资产总计	19472.18	29217.49	33687.68	31786.72	34141.24	33754.14
短期借款	3166.28	7012.56	2962.62	0.00	857.54	0.00
应付和预收款项	1429.79	2702.59	2746.58	2097.10	3513.79	3008.98
长期借款	1204.80	402.05	4895.13	4747.88	2313.68	0.00
其他负债	380.79	717.75	1964.37	1964.37	1964.37	1964.37
负债合计	6181.66	10834.94	12568.70	8809.35	8649.37	4973.34
股本	2895.04	3022.83	3022.83	3022.83	3022.83	3022.83
资本公积	2361.76	4613.81	5355.26	5355.26	5355.26	5355.26
留存收益	7618.39	10501.74	12374.25	14192.05	16651.61	19868.69
归属母公司股东权益	12875.20	18138.39	20752.34	22570.14	25029.70	28246.78
少数股东权益	415.33	244.15	366.63	407.23	462.16	534.02
股东权益合计	13290.53	18382.54	21118.98	22977.37	25491.86	28780.80
负债和股东权益合计	19472.18	29217.49	33687.68	31786.72	34141.24	33754.14
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	2236.41	1596.55	6213.29	8414.98	-2176.69	9428.04
投资性现金净流量	-2003.05	-3159.63	-4071.32	-1404.55	-2006.59	-2006.59
筹资性现金净流量	-347.15	3303.41	-1297.82	-3871.46	-2434.20	-4150.45
现金流量净额	-115.75	1732.46	840.34	3138.97	-6617.49	3271.00

资料来源：浙商证券

表 14: 财务分析和估值指标汇总						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	28.81%	14.29%	12.61%	12.61%	12.61%	12.61%
三费/销售收入	3.38%	2.40%	3.18%	3.07%	2.75%	2.53%
EBIT/销售收入	23.47%	12.47%	6.34%	8.91%	9.07%	9.19%
EBITDA/销售收入	25.66%	13.93%	7.90%	15.43%	14.57%	13.87%
销售净利率	19.25%	10.16%	4.07%	6.23%	6.59%	6.84%
资产获利率						
ROE	36.85%	22.78%	11.01%	10.40%	12.69%	14.71%
ROA	30.22%	17.68%	10.16%	10.75%	13.03%	16.82%
ROIC	52.97%	27.06%	10.34%	12.64%	16.17%	15.05%
增长率						

销售收入增长率	87.93%	65.16%	30.34%	-29.00%	28.00%	26.00%
EBIT 增长率	150.44%	-12.22%	-33.77%	-0.14%	30.24%	27.60%
EBITDA 增长率	126.99%	-10.34%	-26.07%	38.66%	20.86%	19.98%
净利润增长率	157.08%	-12.84%	-47.75%	8.68%	35.30%	30.80%
总资产增长率	52.06%	50.05%	15.30%	-5.64%	7.41%	-1.13%
股东权益增长率	51.40%	40.88%	14.41%	8.76%	10.90%	12.85%
经营营运资本增长率	181.66%	42.05%	-20.46%	-32.93%	133.02%	-12.34%
资本结构						
资产负债率	31.75%	37.08%	37.31%	27.71%	25.33%	14.73%
投资资本/总资产	84.46%	80.51%	60.33%	65.04%	83.00%	74.98%
带息债务/总负债	51.22%	64.72%	23.57%	53.90%	36.66%	0.00%
流动比率	2.04	1.66	2.36	4.46	3.34	4.47
速动比率	0.77	0.78	1.36	2.47	1.48	1.88
股利支付率	0.00%	28.02%	39.69%	22.57%	22.57%	22.57%
收益留存率	100.00%	71.98%	60.31%	77.43%	77.43%	77.43%
资产管理效率						
总资产周转率	1.29	1.42	1.60	1.21	1.44	1.83
固定资产周转率	3.76	4.39	4.58	2.99	4.09	5.64
应收账款周转率	8.38	9.14	13.57	20.03	8.72	15.96
存货周转率	2.90	3.97	6.85	4.77	3.98	4.64
业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	5884.34	5165.34	3421.01	3416.06	4449.15	5677.04
EBITDA	6432.44	5767.28	4264.03	5912.51	7145.60	8573.49
NOPLAT	5000.33	4371.20	2597.74	2568.64	3343.45	4264.37
净利润	4744.12	4132.73	2285.10	2347.63	3176.43	4154.75
EPS	1.569	1.367	0.756	0.777	1.051	1.374
BPS	4.259	6.000	6.865	7.467	8.280	9.344
PE	20.68	23.74	42.94	41.80	30.89	23.62
PEG	-0.99	-2.83	1.95	N/A	N/A	N/A
PB	7.62	5.41	4.73	4.35	3.92	3.47
PS	3.91	2.37	1.82	2.56	2.00	1.59
PCF	43.87	61.46	15.79	11.66	-45.08	10.41
EV/EBIT	16.58	20.04	28.56	28.17	22.80	16.77
EV/EBITDA	15.16	17.95	22.91	16.27	14.19	11.10
EV/NOPLAT	19.51	23.68	37.61	37.46	30.34	22.32
EV/IC	5.93	4.40	4.81	4.65	3.58	3.76
ROIC-WACC	43.99%	18.09%	1.36%	1.93%	4.33%	2.11%
股息率	0.000	0.012	0.009	0.005	0.007	0.010

资料来源：浙商证券

研究员介绍:

林建: 东华大学国际贸易专业, 本科; 上海财经大学国际贸易专业, 硕士研究生。曾从事纺织服装国际贸易 2 年, 在美国杰拉德金属公司从事行业研究和国际贸易 3 年。现为浙商证券研究所有色金属、纺织服装行业研究员。

投资评级的说明:**股票投资评级**

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 中性:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 回避:** 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。